

果たして終盤か？

米国の景気拡大局面は過去最長更新が視野に

市場調査部首席エコノミスト

芳川直之

03-3591-1425

naoyuki.yoshikawa@mizuho-ri.co.jp

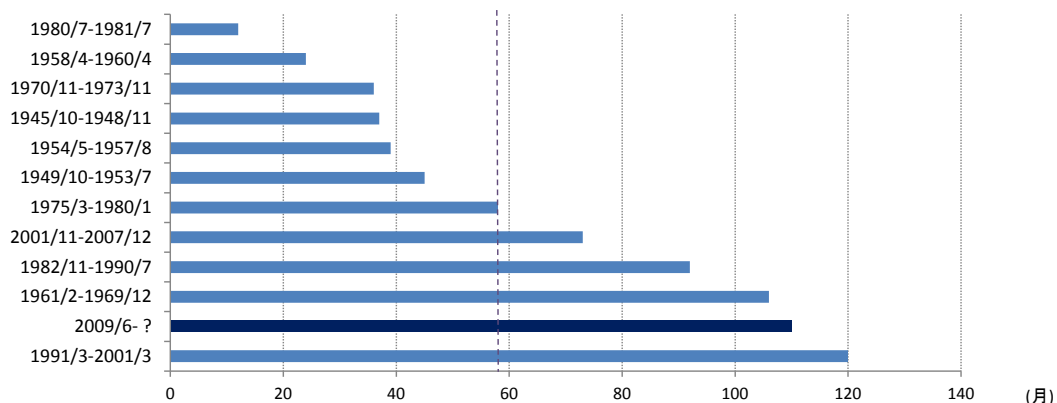
- 米国の景気拡大局面が長期化しているなか、米国債イールドカーブが平坦化するに連れ、景気後退リスクの高まりを危惧する声が聞かれる
- FRBの金融政策スタンス、金融市場環境、景気先行指数を過去の景気後退期前と比較してみると、現時点で景気後退の兆候は見られない
- 貿易摩擦の激化や新興国の混乱は世界経済に対し向かい風となり、来年以降のFRBの利上げスタンスが緩めば、現在の景気拡大局面は思いのほか長く続く可能性もあり

1. 米景気拡大長期化と相まって米国債イールドカーブのフラットニングに警戒の声も

全米経済研究所(NBER)によれば、米国景気は2009年6月に後退期を脱し拡大期に入ってからすでに9年が経過している。2018年4~6期のGDP成長率が4.2%という米景気の力強さを考えれば、2019年6月を超えて拡大局面が続き過去最長を更新することも想定されよう。一方、戦後11回を数える過去の景気循環のうち、景気の谷から山に至るまでの拡大局面の平均期間は58ヵ月(4.8年)である(逆に山から谷への後退局面の平均期間は11ヵ月である)。過去の循環に照らし合わせれば、いつ後退局面入りしてもおかしくはない¹(図表1)。

過去の経験則からはイールドカーブの形状が景気後退(リセッション)の可能性を予測することは広く知られている。最近米国債のイールドカーブが平坦化(フラットニング)するに連れ、リセッションリスクの高まりを危惧する声が聞かれる。みずほ総合研究所でもイールドカーブ(10年国債利回りと2年国債利回り差)とリセッションに関するレポートを発信しているが²、実際過去のリセッション前を

図表1 米国の景気拡大期(1945年から期間順)



(資料) 全米経済研究所(NBER)より、みずほ総合研究所作成

調べてみると、2年国債利回りが10年国債利回りを上回った後おおよそ1年から2年後に、米国経済はリセッションに陥るケースが多い。この点を踏まえて、最近では複数のFRB高官から逆転に向けてフラットニングしていくイールドカーブの動きについて警戒を要する趣旨の発言もある³。

2. 緩和的環境のなか米国経済は好調、景気拡大終了とはほど遠い

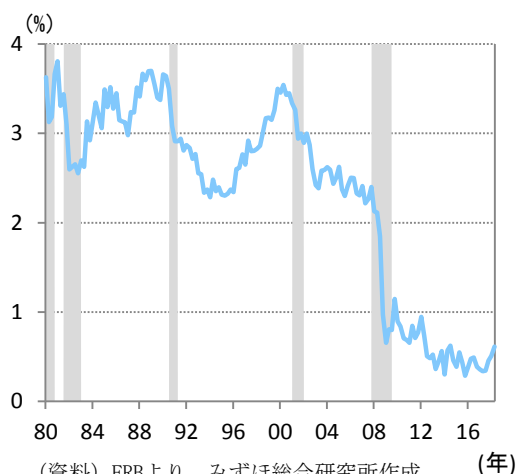
では、イールドカーブ以外に現在リセッションを実証する兆候はあるのか。いくつかの米国指標を過去のリセッションとの対比で見たい。なお、以下図表上のグレー色塗りの部分はNBERによるリセッションの時期を示している。

(1) 金融政策スタンスはようやく中立へ

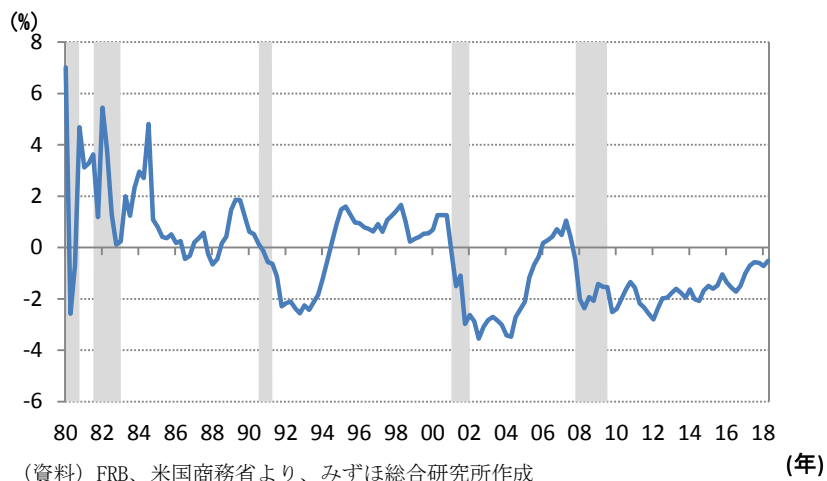
まず、FRBの政策金利スタンスを測る上で自然利子率(r^*)⁴と実質金利を取り上げる。 r^* とは経済・物価に対しての影響が緩和的でも引締めのでもない中立的な実質金利の水準のことである。すなわち、金融政策を考える上で実質金利が r^* を下回れば緩和的であり、上回れば引締めのであると判断される。8月にジャクソンホールで開催されたシンポジウムでパウエル議長は、経済構造の著しい変化により r^* 等いわゆる「スター」の位置の即時推計が難しい状況であると述べている。実際、労働力人口の減少、生産性の低下、安全資産への需要の増加などにより、長期的に r^* の推計値は下がってきている(図表2)。ウィリアムス・ニューヨーク連銀総裁は、2018年5月に個人的見解としつつも r^* が約0.5%と述べており、インフレ率を2%と見込めば名目政策金利は2.5%で中立となる。なお6月時点のFOMC参加者の長期的なFF金利の誘導目標の中央値は2.875%である。最近では、ダラス連銀カプラン総裁やアトランタ連銀ポスティック総裁からは中立的な政策金利で利上げを一旦中止すべきだとの声も聞かれる。年末にかけ利上げが実施されれば、来年には中立的な水準が視野に入ってくることとなる。

r^* と実質金利との差を見ると、過去のリセッションは引締めの環境(実質金利 $>$ r^*)の後に起きている(図表3)。例えば世界金融危機(GFC)前では引締めの環境が7四半期続き、また、2001年のITバブル崩壊前は26四半期にわたり引締めの環境が続いていた。これに対して、現在の推計値はようやく中立へと向かうか否かという緩和的な水準である。

図表2 r^*



図表3 実質金利 - r^*



(2) 金融市場環境は緩和的

金融市場の状況をフィナンシャル・コンディション・インデックス(F C I)⁵で確認する(図表4)。正の領域は金融市場環境が緩和的で良好な状況である。過去においては金融環境が引き締まったなかでリセッション入りしている。現在の景気拡大期でも金融環境が悪化した期間があった。直近では、2018年2月にボラティリティーショックに見舞われた。このショックも金融市場に与えた影響は判別できるものの致命的なストレスをもたらすことなく、現在はF R Bの金利正常化過程のなかでも金融市場環境は緩和的な状態が保たれている。

F C Iの構成指標のひとつではあるが、G F C時に大幅に悪化したクレジット環境はどうであろうか。米国投資適格級社債と10年国債のスプレッド推移を示した(図表5)。当然のことながらG F Cが信用市場に与えた負の影響は過去に類を見ないほど大きかったことが分かる。その後は主に欧州債務危機や石油価格の急落によるハイイールド企業等への懸念からスプレッドは拡大した後、現在は歴史的に見てもかなりタイトな水準まで縮小している。G F C以降、金融機関に対し資本や流動性の面から規制が強化された結果、銀行システムは頑健性が増した。銀行システム内からは直ちに変調をきたすトリガーは見当たらないものの、G F C時のような急速なスプレッド拡大など金融市場からの兆候をつぶさに点検していく必要はあろう。

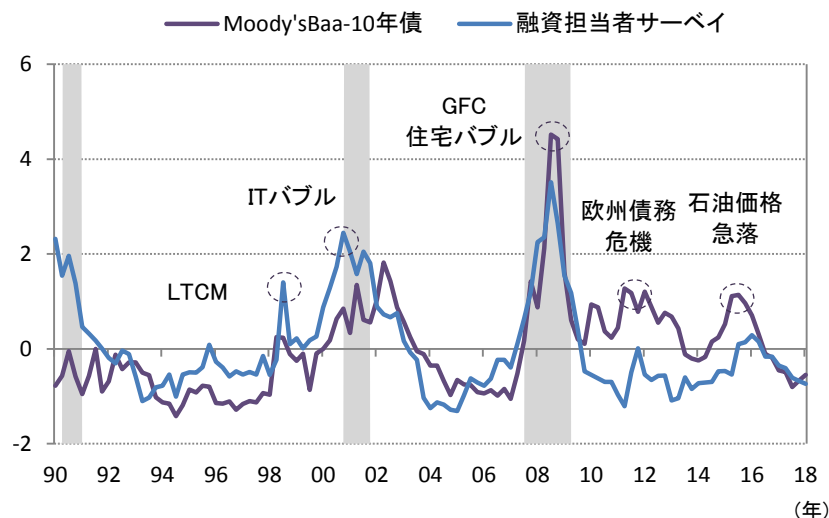
また、金融仲介機能を確認する上でF R Bが四半期毎に実施している融資担当者サーベイを見てみる。うち商工業向け貸出基準(厳格化ー緩和)の推移を示している(図表5)。ほぼクレジットスプレッドの動きと同様ながら、貸出基準は2017年第2四半期より徐々に緩和されてきている。金融市場だけでなく実際の信用取引の場における緩和的環境が確認できる。居住用不動産や商業用不動産向け貸出基準についても過去との対比ではさほど厳格さは見られない。

図表4 F C I



(資料) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

図表5 クレジットスプレッド等推移



(注) Z-score表示

(資料) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

(3) 米国景気先行き見通しは良好

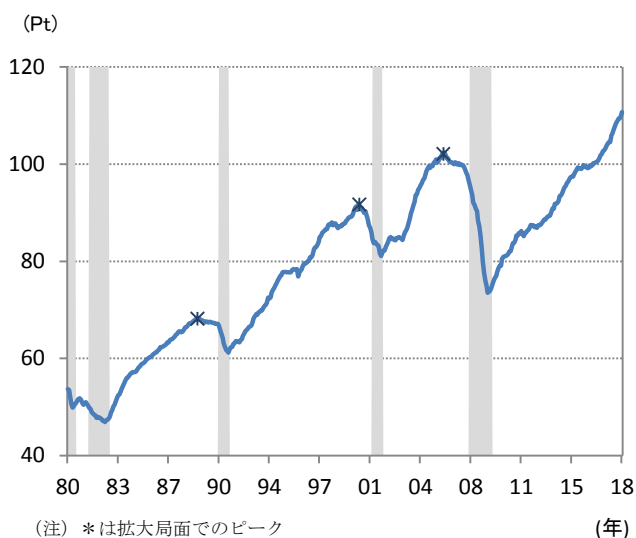
次に、米国景気の全体像を把握する上で米国の景気先行指数(L E I)⁶を見てみる(図表6)。これは10の指標を用いて景気の転換点を捉えようとする指数であるが、少なくとも過去3回のリセッションの前には明確にピークをつけて下落している。平均するとピークをつけて16ヵ月後にリセッション入りしているが、今回の拡大局面では未だピークが見られない。L E Iは10の指標で構成されている。その中で企業と家計動向を見る上で、代表的なISM製造業指数(新規受注)と消費者信頼感指数(事業動向D I)を、雇用については新規失業保険申請件数を示した(図表7)。ISM指数は拡大・縮小の分岐点となる50を大幅に超えての推移が継続しており、8月の新規受注は65.1である。また、消費者信頼感指数については良好な雇用情勢のなか右肩上がりに上昇し、8月には2009年3月に底を打ってから現在までの拡大期における最高値を更新している。また、新規失業保険申請件数は1960年代以来の歴史的な水準まで低下している。その他の構成指標については、春先以降住宅着工許可件数が幾分弱いものの概ね堅調に推移しており、継続的にマイナス寄与している指標は見当たらない。

L E Iの構成指標には金融市場の動きも反映されており、株価や信用先行指数に加えてイールドカーブも含まれている。フラットニングしていく過程では指数へのプラス寄与度が剥落していくはずであり、言い換えればその他の構成指標が非常に強いと言えよう。少なくとも現時点でリセッションに陥る兆候が視野に入っているとは言い難い。

3. 景気腰折れか、過熱バブルの顕現化か、FRBの金融政策が鍵

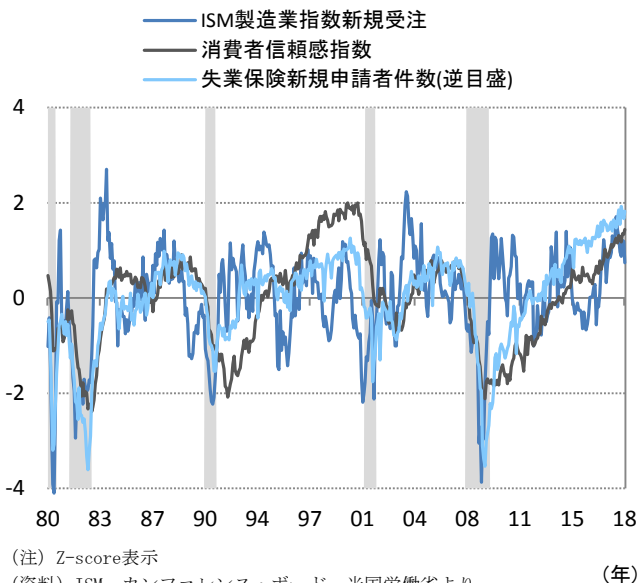
前述のようにイールドカーブが注目されるなかで、FRB内部でもイールドカーブについて様々な議論がある。FRBではより短い期間での金利スプレッド(3ヵ月Tビルと6四半期先のフォワードレート)のリセッション予測可能性や逆の因果関係(reverse causality)についての分析を公表している⁷。逆の因果関係とは、数四半期先のリセッションの可能性を反映したマーケット参加者の政策金利への

図表6 景気先行指数



(注) *は拡大局面でのピーク
(資料) カンファレンス・ボードより、みずほ総合研究所作成

図表7 構成指標抜粋



(注) Z-score表示
(資料) ISM、カンファレンス・ボード、米国労働省より、みずほ総合研究所作成

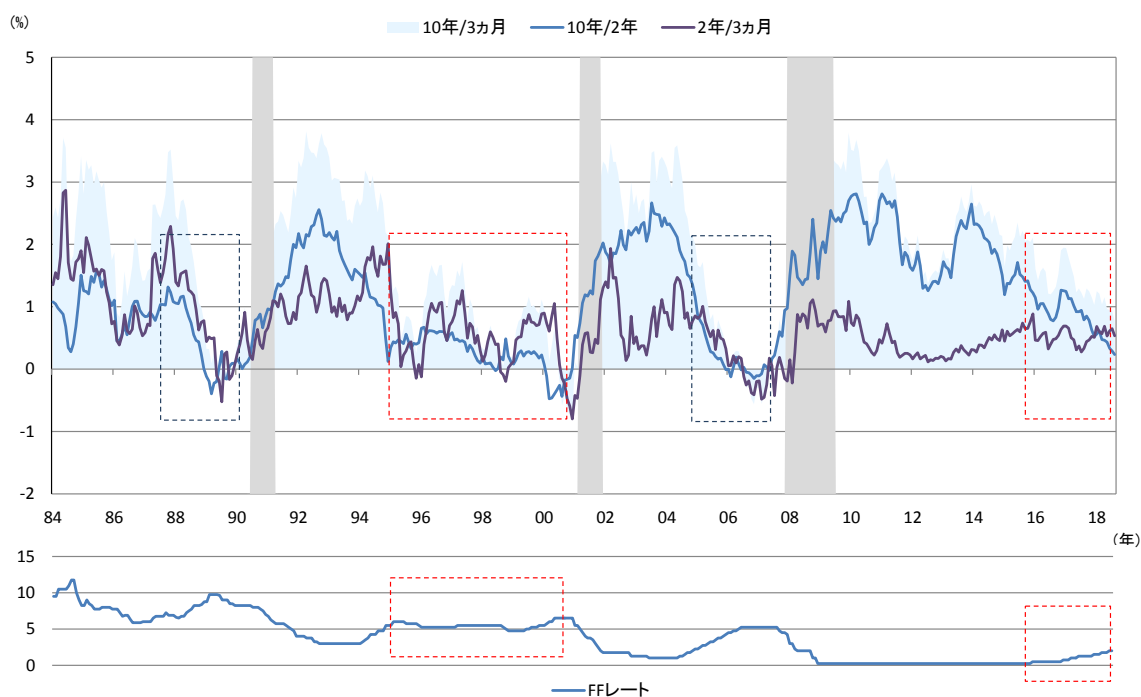
期待がより短い期間のイールドカーブの形状を決めるということである。10年という長い期間よりも、1年半程度先の政策金利パスであれば市場参加者の期待が描きやすいということは納得できる。

上記のより短い期間の金利スプレッドを簡易代替するものとして2年国債と3ヵ月Tビルとのスプレッドを10年国債と2年国債スプレッドに加えて示した(図表8)。2年/3ヵ月と10年/2年の両スプレッドともにリセッションが近づくにつれ、フラットニングイールドカーブは逆転している。1990年や2008年までの2つの景気拡大期の終盤が視覚的には捉えやすい。これら景気拡大期の終焉には金融危機が絡んでいる。前者は貯蓄貸付組合(S&L)危機であり後者はGFCである。一方、1991年3月からの景気拡大期では、1994年2月から1995年2月にかけての1度目の利上げ期間終了以降、両スプレッドの動きに乖離が見られる。2年/3ヵ月は政策金利の方向感を探りながら変動し、10年/2年は明確に逆転するまで低位で推移する展開が約5年にわたり続いた。

足許のスプレッドを見ると、こちらも2年/3ヵ月と10年/2年の動きが乖離している。10年/2年はフラットニングが進むなか、2年/3ヵ月は当面の利上げを織り込みスティープさを保っている。少なくとも過去3回のリセッション前では10年/2年が先行してゼロを割り込み、その後2年/3ヵ月が目先の利下げを織り込む形で追随している。結果として両スプレッドを足し上げた10年/3ヵ月スプレッドが逆転することとなる。ここからは2年/3ヵ月の動き、すなわち数四半期先のリセッションを反映した市場の利下げ観測に注目する必要がある。

現状、市場はFRBの利下げを織り込んではいない。足許の景気の強さを考えれば当然である。また、これまで確認してきたFRBの金融政策スタンス、金融状況へのストレスや景気の先行きなどは、現時点でリセッションを予見させるものではない。年末にかけての2回の追加利上げの後、市場は来年の利上げのパスを決めかねている状況である。しばらくの間、米国経済は減税効果の後押しもあり好

図表8 各種スプレッドと政策金利推移



(資料) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

調な成長が見込まれる。とは言え、いずれは潜在成長率程度へと回帰していくという見立てが一般的である。一方、貿易摩擦の激化や新興国の混乱は世界経済に対し向かい風となり得る。

パウエル議長はジャクソンホールで、金融政策の議論でよく取り上げられる2つの相反する質問について述べている。「失業率が長期的中立水準を十分に下回っているなか、景気の過熱とインフレを防ぐためにもっと急速に利上げをしないのか」と「インフレが問題となる明確な兆候がないなか、雇用と景気拡大を抑えるリスクを冒してまで利上げを続けるのか」である。言い換えれば、FRBが回避すべき「利上げを急ぎ過ぎ不必要に景気拡大の腰を折ってしまうリスク」と「利上げが遅きに失し不安定なまでの過熱が顕現化するリスク」とのバランスについての問いかけである。これから経済や金融の情勢をひとつひとつ確認していかなければ答えは出ないが、将来にわたりインフレ期待がしっかりと固定され、金融システムを脅かすバブルの芽が顕現化しない限りは、政策金利が均衡金利水準に近づくなかで、FOMCのスタンスがよりゆっくりとした利上げや様子見に転じる方向に傾いても不思議ではない。90年代後半の再来である。そうすれば、現在の景気拡大期は思いのほか長く続くかも知れない。

¹ 戦後の米国景気回復の長さとその終了の可能性についての関連性は低いとの分析もある。“Will the Economic Recovery Die of Old Age?” (Glenn D. Rudebusch, FRBSF Economic Letter, 8 February 2016)。

² 殿岡直樹「米逆イールドは景気後退のシグナルか」(みずほ総合研究所『みずほインサイト』2018年7月30日)。

³ “What Do We Mean by Neutral and What Role Does It Play in Monetary Policy?” (Lael Brainard Governor Federal Reserve Bank, 12 September 2018), “Where We Stand: Assessment of Economic Conditions and Implications for Monetary Policy” (Robert S. Kaplan President and CEO Federal Reserve Bank of Dallas, 21 August 2018), “Assessing the Risk of Yield Curve Inversion: An Update” (James Bullard President and CEO Federal Reserve Bank of St. Louis, 20 July 2018), “The Flattening Yield Curve” (Neel Kashkari President and CEO Federal Reserve Bank of Minneapolis, 16 July 2018)。

⁴ r^* はFRBNYのHolston-Laubach-Williams (2017) model (“HLW”)の推計値、実質金利はFFレート(上限) - コアPCEデフレーターを使用。

⁵ 金融状況全体を測るバロメーター。サンプル期間(国際金融危機以前の1994年から2008年)の平均値をゼロ、標準偏差を1とする。FCIの正の値は金融市場が平均よりも緩和された状態、負の値は平均より引き締まった状態であることを示す。

⁶ カンファレンス・ボードが発表。10の指標で構成され主に景気転換点の判断に用いられる。Average weekly hours, manufacturing, Average weekly initial claims for unemployment insurance, Manufacturers’ new orders, consumer goods and materials, ISM® Index of New Orders, Manufacturers’ new orders, nondefense capital goods excluding aircraft orders, Building permits, new private housing units, Stock prices, 500 common stocks, *Leading Credit Index*TM, Interest rate spread, 10-year Treasury bonds less federal funds, Average consumer expectations for business conditions。

⁷ “(Don’t Fear) The Yield Curve” (FED Notes, 28 June 2018)、 “Information in the Yield Curve about Future Recessions” (FRBSF Economic Letter, 27 August 2018)。

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。